

雪尽马蹄轻，竞争格局改善推动估值中枢上移

——2021 年房地产行业策略报告

2020 年在新冠疫情的冲击下，房地产行业依旧迎来了波澜壮阔的一年，销售、投资均超出市场预期，继续扮演了中国经济压舱石的角色。展望 2021 年，在经济持续复苏的底色下，我们认为房地产市场将继续平稳运行。与过去几年不同的是，在供给侧和需求侧政策的双重调控下，行业竞争格局有望改善。我们重点关注房企利润率的变化，我们认为房企的利润率可能在 2021 年筑底反弹，也将缓解市场对于房企永续经营能力的质疑，进一步完成估值体系的修复。

- **顺周期基本面向好，房住不炒仍是底线。**2021 年中国经济继续复苏，房地产改善需求持续释放。在政策层面，我们认为财政政策将继续托底，而货币政策会相对克制。落实到行业上，房住不炒仍然是需求侧的底线，本轮政策调控的延续性可能超乎我们预期，而“三道红线”则构成了供给侧的底色，但 2021 年房企的债务压力并不严峻，有利于房企把握融资窗口期积极改善负债情况，以满足监管需要。
- **行业利润率筑底回升，管理红利帮助企业穿越周期。**当前行业库存处于相对低位，而连续较低的两年土地出让也让明年的新开工承压，我们预计 2021 年行业整体供应偏紧。尽管土地价格的刚性依然存在，但需求的稳定向好对价格上涨对行业利润提升具有促进作用，而政策又限制了房企高溢价拿地的能力，预计全年的土地投资回报率稳中有进。三条红线监管下，房企由债务杠杆驱动的增长红利消退，迫使房企转向提升经营管理能力。我们预计，在管理上经验丰富、能力突出的房企将逆势而上、脱颖而出。
- **我们判断 2021 年房地产市场将小幅回落。**具体而言我们预测 2021 年房地产行业三大核心指标为：销售面积增速（-2.9%）、新开工面积增速（-1.0%）、房地产开发投资增速（5.3%）。我们同时判断，考虑到新房销售单价的上涨，新房销售金额预计依然正增长，预期为（2.0%），而受竣工周期推动叠加今年疫情带来的低基数影响，明年竣工增速将达到 10% 左右，对下游的产业链亦会有一定的支撑。

投资建议与投资标的

- **开发业务：竞争格局改善，估值中枢上移。**2021 年结算利润率触底反弹，因而我们认为在 2021 年地产估值中枢会有一个明显的修复。而在当前政策导向下，低负债强运营的龙头房企，具备穿越周期的成长能力。我们看好业绩稳健的一线龙头，推荐万科 A(000002, 买入)、保利地产(600048, 买入)；与业绩具有弹性的二线龙头，推荐金地集团(600383, 买入)、旭辉控股集团(00884, 买入)、中南建设(000961, 买入)。
- **物管：跑马圈地结束，关注平台型公司的增长潜力。**物业行业具有广阔的成长空间和清晰的估值锚。对于有可能成长为平台型公司的物管公司和已经形成品牌护城河的物管公司，可以给到更高的估值。重点推荐大运营路线：碧桂园服务(06098, 买入)、保利物业(06049, 买入)、新大正(002968, 买入)、招商积余(001914, 增持)；大资管路线：永升生活服务(01995, 买入)、金科服务(09666, 买入)建议关注绿城服务(02869, 未评级)。

风险提示

- 销售大幅低于预期。通胀上行使得行业利润率超预期下行。
- 融资政策进一步收紧影响房企资金周转。

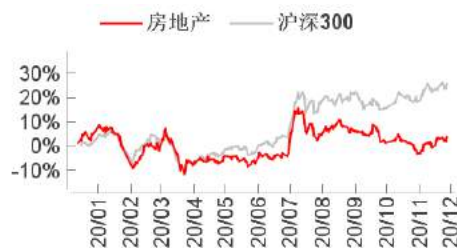


东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国
行业 房地产行业
报告发布日期 2020 年 12 月 15 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 房诚琦
021-63325888*6202
fangchengqi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518070003

联系人 吴尘染
wuchenran@orientsec.com.cn

目 录

1. 顺周期基本面向好，房住不炒仍是底线.....	5
1.1 财政政策继续托底，货币政策相对克制	5
1.2 顺周期基本面向好，改善需求继续释放	7
1.3 房住不炒是底线，供给侧推动行业出清	9
2. 行业利润率筑底回升，管理红利帮助企业穿越周期	13
2.1 政策见底供应偏紧，利润率筑底回升	13
2.2 土地市场分化加剧，投资与经济基本面相匹配	16
2.3 融资红利消退，管理红利帮助企业穿越周期	18
2.4 指标预测：销售、新开工转负，投资增长，竣工反弹	21
3. 竞争格局改善带来开发龙头配置机会，平台型物管公司崛起	22
3.1 开发业务：竞争格局改善，估值中枢上移	22
3.2 物管：跑马圈地结束，关注平台型公司的增长潜力	24
4. 投资建议	28
风险提示	29

图表目录

图 1：2020 年前三季度全国 GDP 同比增长 0.7%，由负转正	5
图 2：2020 年 11 月 PMI 指数录得 52.1	6
图 3：2020 年 10 月公共财政支出累计同比增长-0.6%	6
图 4：2020 年 10 月基础设施建设投资累计同比增长 0.7%	6
图 5：2020 年 5 月起社融累计同比增速均在 40%以上	7
图 6：2020 年三季度宏观杠杆率升至 270.1%	7
图 7：商品房销售增速与 GDP 增速有很强的正相关性（%）	7
图 8：2015 年 25-29 岁人口达 1.3 亿峰值	8
图 9：2020 年 30-34 岁人口达 1.3 亿峰值	8
图 10：2017 年 35-39 岁人口到 0.9 亿触底后回升	9
图 11：预测 2022 年 40-44 岁人口到 0.9 亿后触底回升	9
图 12：2020 年上半年重点城市不同面积段产品销售套数占比	9
图 13：重点房企人民币总融资规模（亿）及平均加权利率	12
图 14：重点房企美元总融资规模（亿）及平均加权利率	12
图 15：2020 年半年度人民币和美元债务到期情况	12
图 16：2020-2022 年人民币和美元债到期情况	12
图 17：商品房待售面积（亿平米）	14
图 18：待售面积成交周期（待售面积/月平均销售面积）	14
图 19：新开工面积 1-10 月累计增速-2.6%	14
图 20：1-10 月新开工/销售为 1.36，较去年小幅下降	14
图 21：历年土地购置面积及同比	15
图 22：历年土地购置费及同比	15
图 23：重点房企 2019 年和 2020 年投资强度对比	16
图 24：各区域商品房销售面积同比增速	16
图 25：各区域商品房销售金额同比增速	16
图 26：2019 年重点房企城市布局结构	17
图 27：2020 年 1-10 月重点房企城市布局结构	17
图 28：2019 年重点房企区域布局结构	17
图 29：2020 年 1-10 月重点房企区域布局结构	17
图 30：重点 26 城周度土地成交溢价率走势	18
图 31：过去几年房企业绩主要由债务驱动	19
图 32：2020H1 上市房企整体 ROE 为 6.8%，其中中型房企 ROE 领先于大、小型房企	19
图 33：2020H1 上市房企整体销售净利率为 10.5%，其中小型房企净利率高于大、中型房企	20

图 34：2020H1 上市房企整体周转率为 17.1%（营业收入/总资产），其中大型房企周转率高于中、小型房企.....	20
图 35：2020H1 上市房企整体权益乘数为 4.2，其中大、中型房企高于小型房企	21
图 36：A+H 主要上市公司平均利润率走势.....	22
图 37：A+H 主要上市公司平均负债率走势.....	22
图 38：2016 年后 TOP11-20 市占率提升加速	23
图 39：重点房企 2015-2020 年有息负债增速	23
图 40：重点房企近年来总债权融资加权利率	24
图 41：市盈率与结算净利率走势相反，市盈率提升领先于结算净利率.....	24
图 42：历年物管公司上市数量	25
图 43：上市物管公司估值走势	25
图 44：2015 年以来竣工与新开工、销售数据背离，竣工大周期带来对物业的高预期	26
图 45：2019 年，物业市场规模破万亿，至 2030 年行业总规模约 2.5 万亿	26
图 46：近十年消费占 GDP 的比重不断提升	27
图 47：中国三产比重不断提升	27
图 48：地产产业链：行业规模大、细分领域多、产业链条长，具有诞生平台型公司的土壤	28
表 1：房地产销售的顺周期属性逐渐增强.....	8
表 2：历年中央政府工作报告房地产相关表述关键词.....	10
表 3：2019 年年末和 2020 年年中 TOP30 房企“三道红线”的达标情况.....	10
表 4：全年上、下半年政策导向变化.....	13
表 5：预测 2021 年销售面积、开发投资额、新开工面积同比增速为-2.9%、5.3%、-1.0%.....	22
表 6：待上市物企列表和进度	25

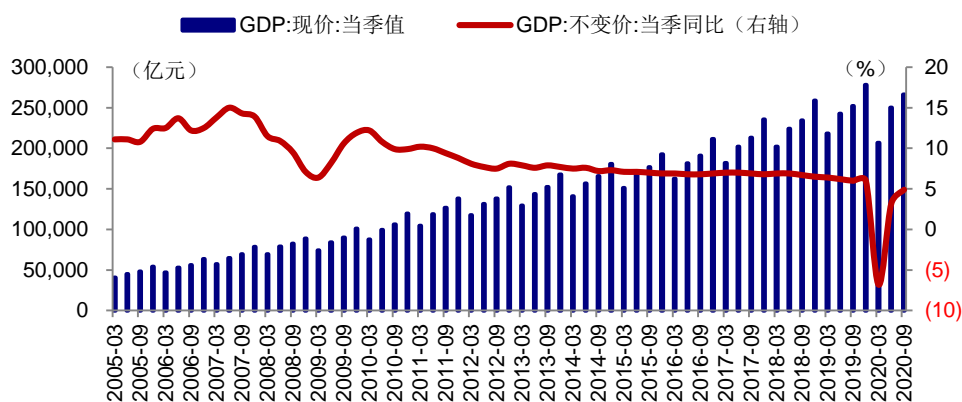
2020 年在新冠疫情的冲击下，房地产行业依旧迎来了波澜壮阔的一年，销售、投资均超出市场预期，继续扮演了中国经济压舱石的角色。展望 2021 年，在经济持续复苏的底色下，我们认为房地产市场将继续平稳运行。与过去几年不同的是，在供给侧和需求侧政策的双重调控下，行业竞争格局有望改善，基本面继续夯实。在指标层面，除了宏观、市场指标外，我们重点关注房企利润率的变化，我们认为房企的利润率可能会在 2021 年筑底反弹，也将大大缓解市场对于房企永续经营能力的质疑，进一步完成估值体系的修复。我们重点推荐具备穿越周期的成长能力的低负债强运营龙头房企以及拥有成为平台型企业潜力的物管公司。

1. 顺周期基本面向好，房住不炒仍是底线

1.1 财政政策继续托底，货币政策相对克制

2020 年一季度新冠疫情对国内经济造成短期冲击，国家紧急出台应对政策，大力推行减税降费提振经济，全年来看投资继续成为稳增长主要动力，消费随生产生活恢复显复苏势头，疫情物资出口表现亮眼。2020 年前三季度，全国 GDP 总量为 72.3 万亿元，同比增长 0.7%，累计同比年内首次由负转正，一到三季度单季增速分别为-6.8%、3.2%、4.9%，经济逐步切换回顺周期增长轨道。后疫情时代，国际方面拜登赢得大选，新冠疫苗研发成功在望，不确定性持续下降。2021 年国内正逢“十四五”开局之年，2020 年小基数效应叠加国家继续大力支持高科技制造和新经济产业，预计经济基本面将持续稳健向好。

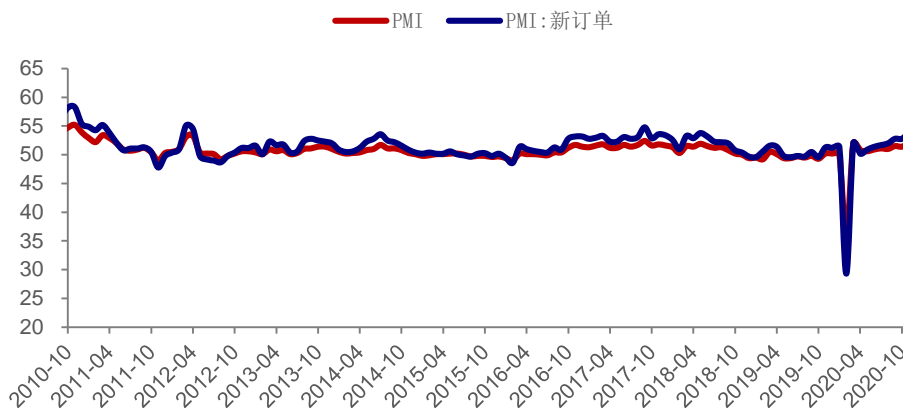
图 1：2020 年前三季度全国 GDP 同比增长 0.7%，由负转正



数据来源：Wind、东方证券研究所

中共中央部署“十四五”规划和二〇三五年远景目标，坚持稳中求进总基调，推动高质量发展，构建国内国际双循环相互促进的新发展格局，目标经济总量和城乡居民人均收入再迈上新的大台阶。坚持创新驱动战略、发展现代产业体系，已成为我国经济增长的新动力来源，今年三月起制造业 PMI 稳定高于荣枯线，前三季度高技术制造业增加值同比增长达 5.9%。未来促进制造业发展升级亟需战略性投资和基础设施建设，财政减税降费和支出政策将继续发挥托底作用，货币则将逐渐退出疫情时期宽松政策，助力金融支持实体经济发展。

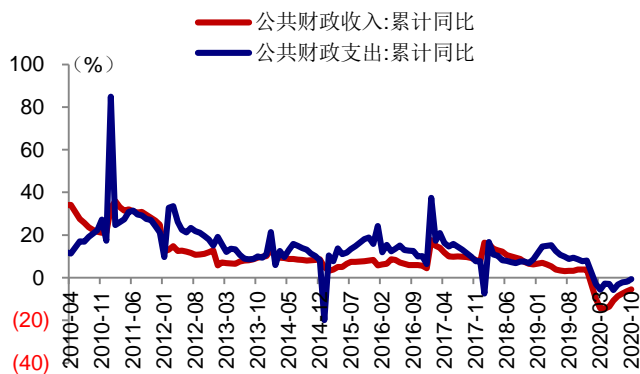
图 2：2020 年 11 月 PMI 指数录得 52.1



数据来源：Wind、东方证券研究所

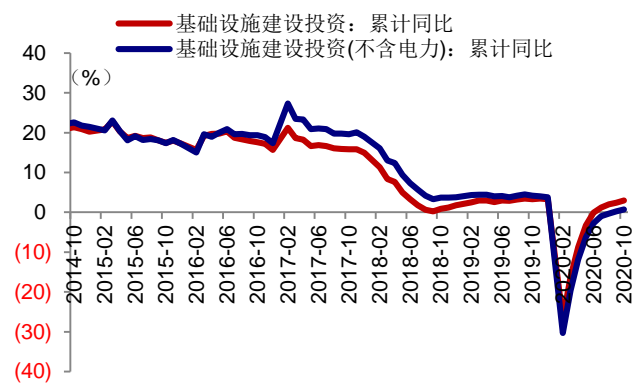
“十四五”规划要求财政继续加强资源统筹，为国家重大战略任务提供保障。今年应对新冠疫情财政政策发力“稳投资”，财政赤字、特别国债和地方政府债累计提供 3.6 万亿元财政支持，一般公共预算支出持续修复，2020 年 1-10 月累计同比增长-0.6%，在减税降费、收入减少背景下基本恢复同期水平。受城投非标监管趋严、控制政府部门杠杆率影响，基建支出增长空间有限，年内财政支出实现目标存在压力，但加大在新基建等重点领域、重大项目上的投放，仍在有效缓解实体经济冲击同时为长期增长奠定基础。

图 3：2020 年 10 月公共财政支出累计同比增长-0.6%



数据来源：Wind、东方证券研究所

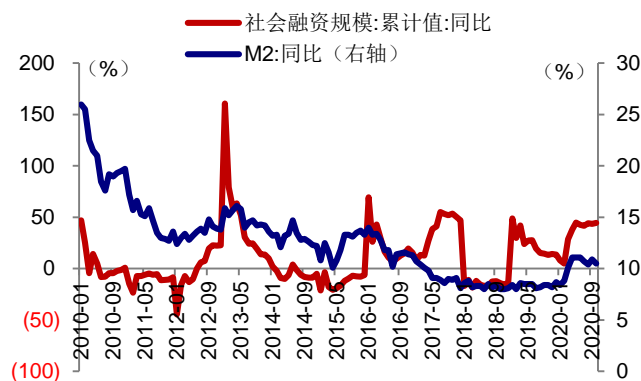
图 4：2020 年 10 月基础设施建设投资累计同比增长 0.7%



数据来源：Wind、东方证券研究所

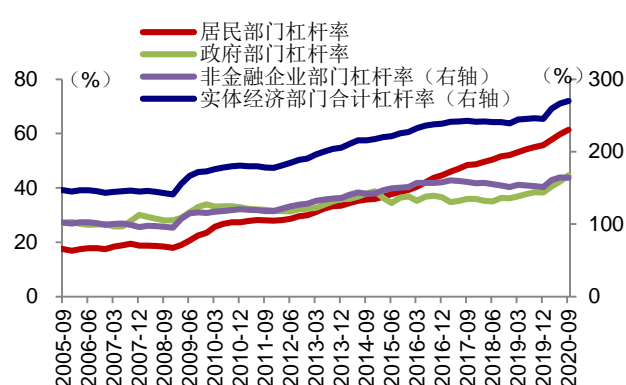
货币政策方面，“十四五”规划提出要完善货币供应调控机制，促进金融继续有效支持实体经济，央行三季度货币政策执行报告维持表态，稳健的货币政策将更加灵活适度、精准导向。今年货币政策在特殊时期没有实行“大水漫灌”，通过降低利率、宽松信贷、让利贴息多种手段保持流动性合理充裕，精准解决微观主体融资困难。但 2020 年三季度实体经济杠杆率仍升至 270.1%，10 月社会融资规模突破 30 万亿元。随着经济恢复，货币政策预期将在保证金融稳定和防范金融风险的同时，边际收紧、回归常态，支持资金“脱虚向实”，叠加 GDP 增长，推动宏观杠杆率企稳下降。

图 5：2020 年 5 月起社融累计同比增速均在 40% 以上



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 6：2020 年三季度宏观杠杆率升至 270.1%



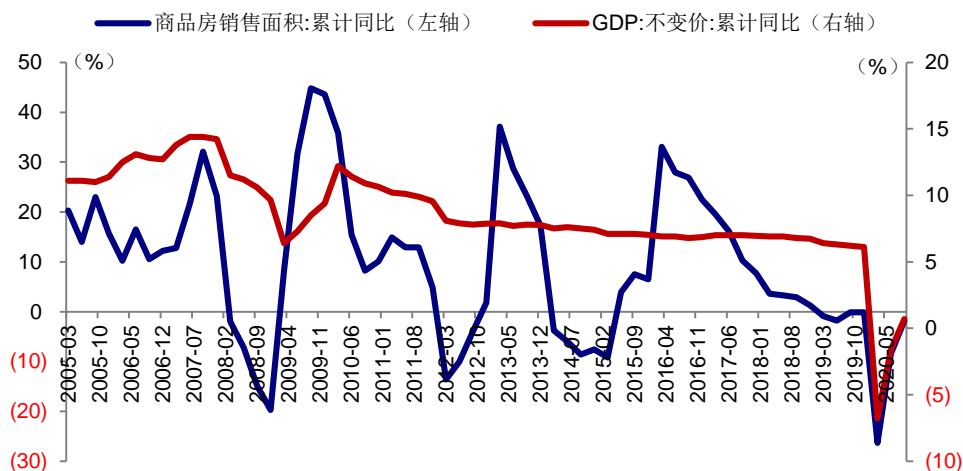
数据来源：Wind、东方证券研究所

1.2 顺周期基本面向好，改善需求继续释放

房地产销售具有明显的顺周期性，且顺周期属性逐渐增强。从商品房销售和 GDP 增速的关系可以看到，两者有很强的正相关性，说明商品房的需求具有明显的顺周期性。近年来 GDP 和商品房销售的增速振幅都在缩窄，但是两者的相关系数却在不断变大，这说明尽管由于房地产市场体量大，过于常常作为逆周期调控的一部分来托底经济，但是从时间维度来看，房地产销售的托底作用逐渐消退，顺周期属性在逐渐增强。

2021 年中国经济继续复苏，房地产基本面稳定向好。2020 年的新冠疫情对中国经济产生了巨大的冲击，经济在一季度见底，随后进入复苏周期，在可见的 2021 年，复苏仍然中国经济的底色，考虑到 2020 年的低基数，2021 年的 GDP 名义增速或达到两位数。考虑到房地产的顺周期性，相比 2020 年，2021 年的行业基本面将进一步夯实。

图 7：商品房销售增速与 GDP 增速有很强的正相关性（%）



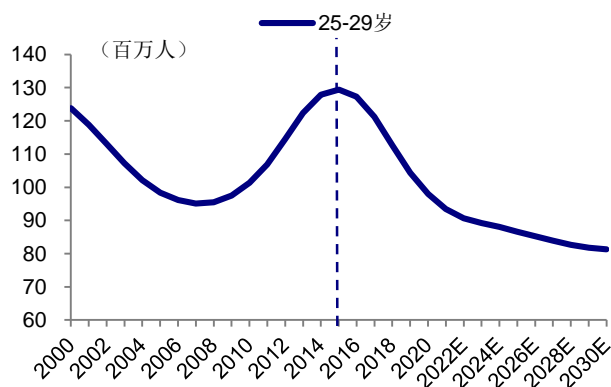
数据来源：Wind、东方证券研究所

表 1：房地产销售的顺周期属性逐渐增强

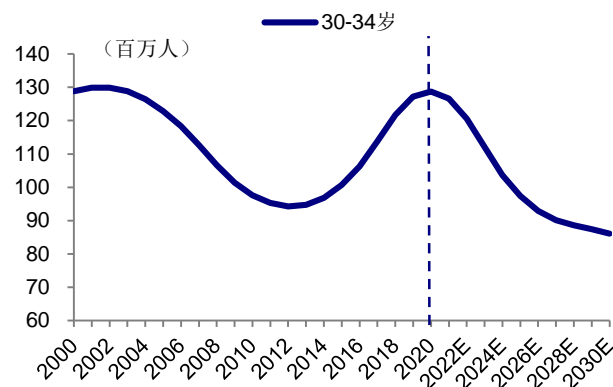
时间	商品房销售面积同比增速和 GDP 同比增速的相关系数
2005-2020	0.39
2010-2020	0.48
2015-2020	0.62

资料来源：Wind，东方证券研究所

刚需峰值已过，改善需求逐渐主导未来市场。根据联合国人口署的人口预测，2015 年 25-29 岁人口达到峰值，2020 年 30-34 岁的人口达到峰值，未来 10 年购房的主力人群会从 30 岁以下的年轻人向 35-44 岁的中年人群切换，对应的购房需求也会从刚需向改善型甚至高端物业迁移。从中指院数据来看，2020 年上半年重点城市的成交除了部分一二线城市小户型仍有一定占比以外，主流成交面积段已经全面转向 90-144 平米区间。我们认为在 2021 年，仍然是一个改善型需求主导的市场，这意味行业仍然具有稳定基本面的支撑，但是受宏观经济的影响也较大。

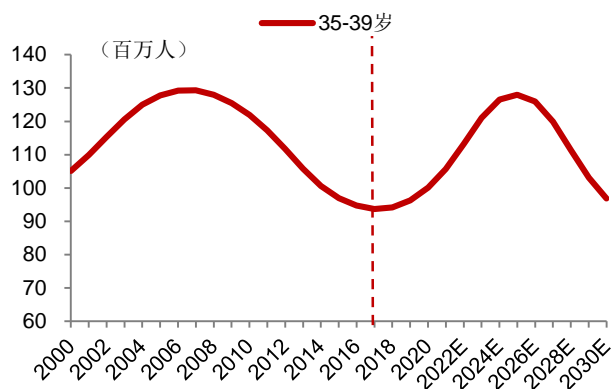
图 8：2015 年 25-29 岁人口达 1.3 亿峰值


数据来源：联合国人口署、东方证券研究所

图 9：2020 年 30-34 岁人口达 1.3 亿峰值


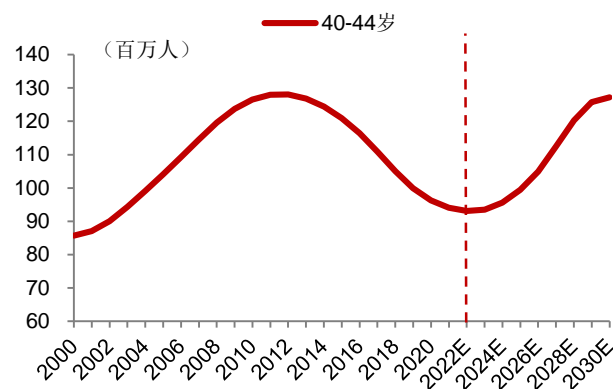
数据来源：联合国人口署、东方证券研究所

图 10：2017 年 35-39 岁人口到 0.9 亿触底后回升



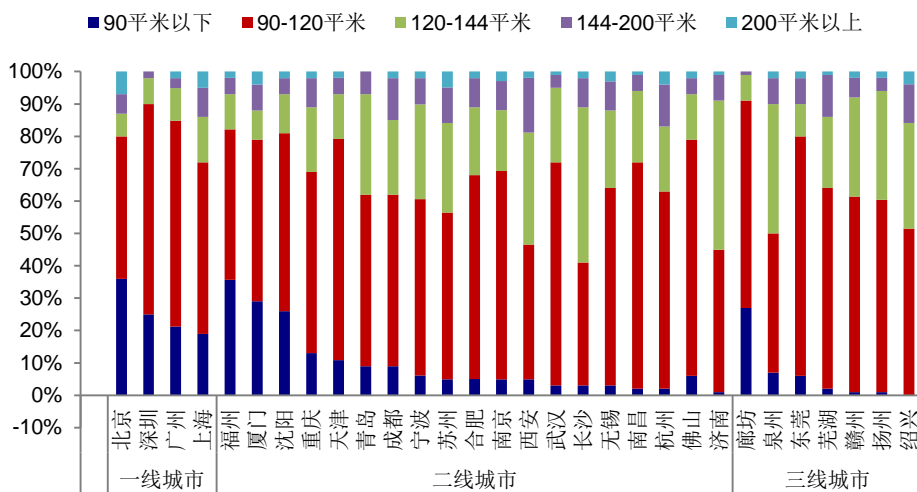
数据来源：联合国人口署、东方证券研究所

图 11：预测 2022 年 40-44 岁人口到 0.9 亿后触底回升



数据来源：联合国人口署、东方证券研究所

图 12：2020 年上半年重点城市不同面积段产品销售套数占比



数据来源：中指院，东方证券研究所

1.3 房住不炒是底线，供给侧推动行业出清

在需求侧，房住不炒的底线深入人心。在房地产领域，政策一直是影响行业发展的最大外生变量。从最近几年中央政府工作报告中对于房地产的表述可以看到，政策面一直处在相对较紧的状态。特别是 2018 年再次提到“房住不炒”，此后政策调控基本都围绕“房住不炒”展开。十四五规划中也指出，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，租购并举、因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。2021 年我们依然不能对政策面的放松抱有太多的期待，本轮政策调控的延续性可能超乎我们预期。

表 2：历年中央政府工作报告房地产相关表述关键词

时间	2015
关键词	加大棚改力度；住房保障逐步实行实物保障与货币补贴并举；落实放宽户口迁移政策
时间	2016
关键词	棚改 600 万套，提高棚改货币化安置比例；去库存；租购并举
时间	2017
关键词	去库存；租购并举；遏制热点城市房价过快上涨；棚改 600 万套
时间	2018
关键词	稳妥推进房地产税立法；棚改 580 万套；房住不炒；共有产权房
时间	2019
关键词	坚持以城市中心引领城市群发展；继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造；稳步推进房地产税立法

资料来源：政府官网，东方证券研究所

“三道红线”构成行业供给侧调控的基本面。所谓三道红线是指剔除预收款后的资产负债率大于 70%、净负债率大于 100%，现金短债比小于 1.0 倍。如果满足三条，开发商的有息负债规模不能再增加；满足两条，有息负债规模年增速不得超过 5%；满足其中一条，增速不得超过 10%；如果一条未中，则不得超过 15%。

2020 上半年疫情使得多家龙头房企负债表承压，剔除预收款的资产负债率短暂上升。受疫情影响上半年房地产销售短期承压，国家统计局数据显示，2020 年 1-6 月全国商品房销售额 6.7 万亿元，同比下降 5.4%。销售疲软导致房企当期回款减少，表现在财务报表上即为合同负债占比下降，剔除预收款的资产负债率上升。截止 2020 年 6 月，TOP30 房企中 24 家房企剔除预收款的资产负债率超 70%，最高者中国恒大达 85%，更加依赖高周转的大型房企指标短期压力更为明显。同时，在手现金的减少也导致十余家房企净负债率、现金短债比越过红线预警。但疫情冲击带来的财务状况恶化是暂时的，疫情后房企线上线下加速推货，8 月累计销售额增速实现同比转正，后疫情时期经济复苏也将推动购房需求再度增加。我们认为，房企债务指标年底即会出现修复，2021 年将随销售向好继续改善，房企偿债压力和融资空间都将有所宽松。

表 3：2019 年年末和 2020 年年中 TOP30 房企“三道红线”的达标情况

	2020 年中报			2020 年中报	2019 年年报	
公司名称	剔除预收款的 资产负债率	净负债率	现金短债比	分档	分档	分档 变动
中国恒大	85%	220%	0.4	0%	0%	-
融创中国	82%	176%	0.6	0%	0%	-
绿地控股	83%	180%	0.7	0%	0%	-
华夏幸福	77%	192%	0.5	0%	0%	-
富力地产	78%	206%	0.2	0%	0%	-

融信中国	74%	129%	0.9	0%	0%	—
中国奥园	80%	157%	0.8	0%	5%	↓
蓝光发展	72%	106%	0.8	0%	10%	↓
佳兆业	75%	144%	1.0	5%	0%	↑
阳光城	78%	110%	1.4	5%	5%	—
中南建设	83%	147%	1.2	5%	5%	—
金科股份	74%	125%	1.0	5%	5%	—
中国金茂	72%	89%	0.5	5%	5%	—
雅居乐	73%	85%	1.0	5%	5%	—
荣盛发展	75%	86%	1.0	5%	5%	—
美的置业	79%	104%	1.7	5%	5%	—
碧桂园	82%	65%	1.8	10%	10%	—
万科 A	76%	28%	2.0	10%	10%	—
新城控股	77%	22%	2.2	10%	10%	—
世茂集团	71%	60%	1.6	10%	10%	—
旭辉控股集团	74%	63%	2.3	10%	10%	—
正荣地产	77%	90%	1.8	10%	10%	—
龙光地产	75%	49%	2.1	10%	10%	—
招商蛇口	59%	37%	1.0	10%	15%	↓
远洋集团	71%	68%	1.9	10%	15%	↓
滨江集团	72%	60%	2.6	10%	15%	↓
保利地产	67%	72%	2.0	15%	15%	—
中海地产	54%	28%	5.2	15%	15%	—
华润置地	60%	47%	1.4	15%	15%	—
龙湖集团	67%	51%	4.5	15%	15%	—
金地集团	70%	67%	1.2	15%	15%	—

剔除预收款的资产负债率 = (总负债 - 合同负债) / 总资产，红线标准 70%

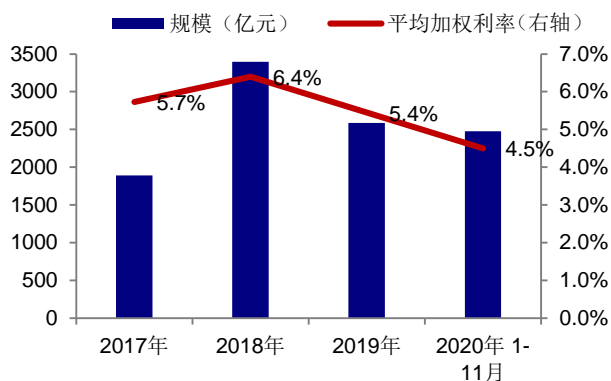
净负债率 = (短期借款 + 长期借款 + 一年内到期的非流动负债 - 货币资金) / 净资产，红线标准 100%

现金短债比 = 货币资金 / (短期借款 + 一年内到期的非流动负债)，红线标准 1.0

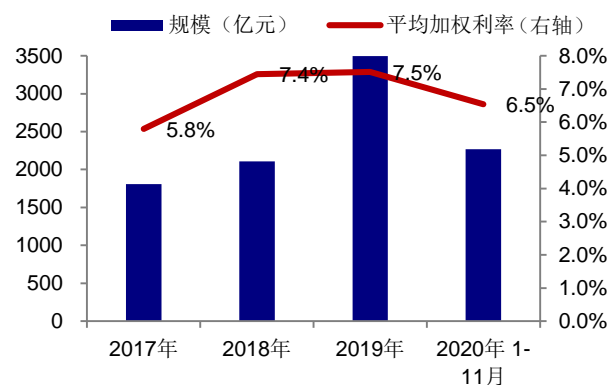
资料来源：Wind，东方证券研究所

重点房企境内外融资成本下降，人民币升值对冲外债偿付压力。2020 年经济和监管双重压力下房企债务融资能力有限，1-11 月重点房企人民币融资 2475.4 亿元，美元融资 2266.1 亿元，预计全年债权融资规模与去年相当。为对冲新冠疫情带来的经济影响，上半年央行和美联储均积极宽松货币和信贷，尽管央行在国内疫情好转后政策边际收紧，但房企今年本外币整体融资成本均在下行。1-11 月重点房企整体人民币融资平均加权利率降至 4.5%，较 2019 年下降 0.9 个百分点；美元融资平均加权利率为 6.5%，较 2019 年下降 1.0 个百分点。展望未来，在不考虑新增融资的情况下，

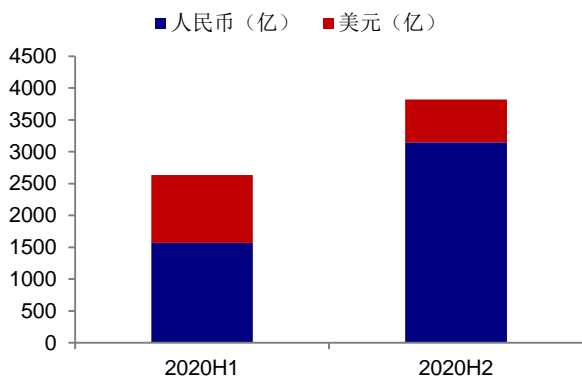
未来三年本币的偿债规模逐渐下降，而美元债务的偿债高峰期逐渐到来。由于中国央行采取了相对稳健的货币政策，自 2020 年 5 月以来人民币触底后进入升值通道，兑美元中间价截止 11 月 30 日已较 2019 年底上涨 6.1%，本币升值红利使房企偿还美元债务压力进一步减小。综合利率和汇率因素，我们认为，2021 年房企的债务压力并不严峻，有利于房企把握融资窗口期积极改善负债情况，以满足监管需要。

图 13：重点房企人民币总融资规模（亿）及平均加权利率


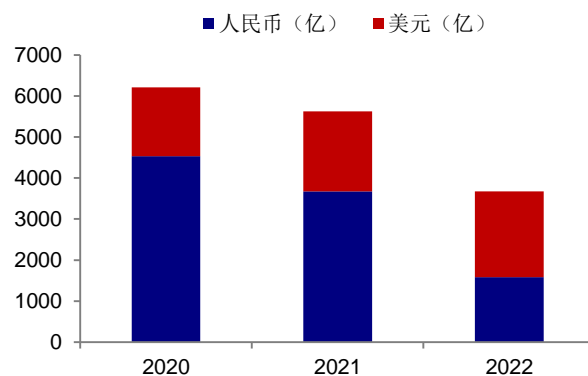
数据来源：Wind、CRIC、东方证券研究所

图 14：重点房企美元总融资规模（亿）及平均加权利率


数据来源：Wind、CRIC、东方证券研究所

图 15：2020 年半年度人民币和美元债务到期情况


数据来源：Wind、CRIC、东方证券研究所

图 16：2020-2022 年人民币和美元债到期情况


数据来源：Wind、CRIC、东方证券研究所

2. 行业利润率筑底回升，管理红利帮助企业穿越周期

2.1 政策见底供应偏紧，利润率筑底回升

长期来看地产政策中性发挥市场稳定器作用，不宜过度看空。这一点在今年上下半年的政策调整中看得非常清晰。上半年房地产企业销售回款、拿地开工进程均受到疫情防控冲击，资金压力紧张。为稳定房地产市场及上下游产业链，防范房地产金融风险，上半年房地产政策导向为对冲疫情影响，多措并举、因城施策。上海、杭州、厦门等一二线城市纷纷出台特殊信贷和税收支持政策，放宽预售和监管，直接惠及房企助力其走出困境，托底经济。下半年经济向好，前期货币宽松叠加国家加大投资建设力度，深圳、南京等热点城市楼市快速升温甚至过热。在此背景下，中央再次强调“房住不炒”总基调，央行新增房企监管三条红线，地方政策即转向收紧资金、限购限售，房地产政策调控重新趋向严格。

我们认为，地产政策导向的两次变化反映出其平滑房地产市场波动和维持市场长期稳定运营的核心，当下政策收紧并非对房企的持续单纯打压，2021 年随着经济和货币政策常态化，房地产政策将继续发挥稳定器作用，调控力度触底后凸显稳定、连续、一致的特征。

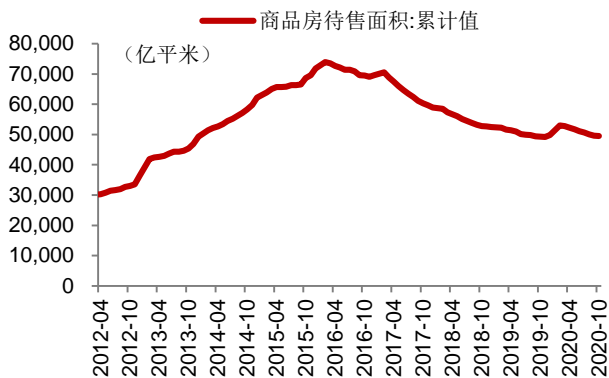
表 4：全年上、下半年政策导向变化

上半年政策 纾困	分期付款	上海、南昌、无锡、西安、南京、天津、福州、昆明、山东、江门
	减税降费	上海、昆明、杭州、无锡、厦门、重庆、江门、衡阳
	金融支持	昆明、江门、重庆、济南、无锡、福州
	政策扶持	杭州、西安、南昌、厦门、衡阳、福州、苏州、重庆、驻马店
	降低预售门槛	山东、福州、厦门、无锡、苏州、衡阳、东莞、驻马店、江门
	简化审批流程	昆明、杭州、西安、南昌、济南、厦门、重庆
	调整时间节点	上海、济南、杭州、福州、西安、南昌、天津、江门
	放宽监管要求	上海、昆明、厦门、济南、福州
下半年政策 收紧	信贷紧缩	深圳、南京、长春、无锡、珠海、常州、东莞
	限购把控	深圳、宁波、南京、无锡、东莞、珠海
	限售升级	南京、宁波、张家港、珠海、东莞
	税收调控	深圳、无锡、玉林
	土地市场调控加剧	深圳、长春、福建、无锡、南京、宁波、常州、绍兴、东莞
	市场监管力度加大	深圳、福建、西安、南京、无锡、荆州、东莞、绍兴、常熟

资料来源：政府官网、东方证券研究所

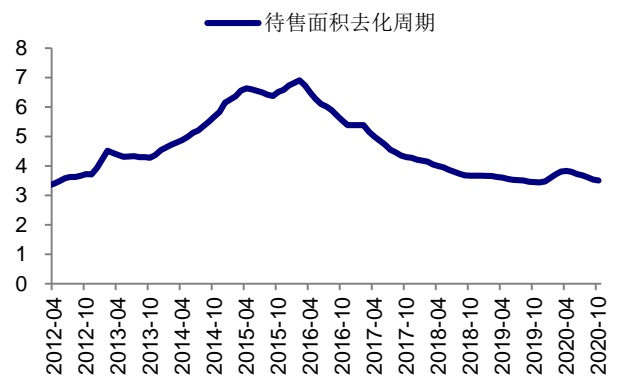
库存处于相对低位，明年供应可能偏紧。2020 年，商品房库存自一季度短暂上升后，随着销售恢复继续前期回落态势。截止 10 月，全国商品房待售面积 4.9 亿平方米，成交周期下降至 3.5 个月。疫情期间房屋开竣工进度受防控政策影响延后，1-10 月全国新开工和竣工面积分别为 18.1 亿平方米、4.9 亿平方米，同比下降 3.6%、9.2%，短期可供面积边际下降。加之 2021 年经济依然处于恢复期，改善需求并不会快速下滑，如果 21 年土地出让水平进一步下滑，我们认为全年整体供需将呈现供应偏紧的局面。

图 17: 商品房待售面积 (亿平米)



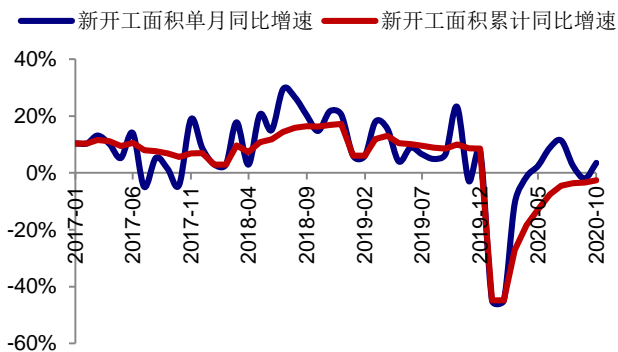
数据来源: Wind、东方证券研究所

图 18: 待售面积成交周期 (待售面积/月平均销售面积)



数据来源: Wind、东方证券研究所

图 19: 新开工面积 1-10 月累计增速-2.6%



资料来源: 国家统计局、东方证券研究所

图 20: 1-10 月新开工/销售为 1.36, 较去年小幅下降

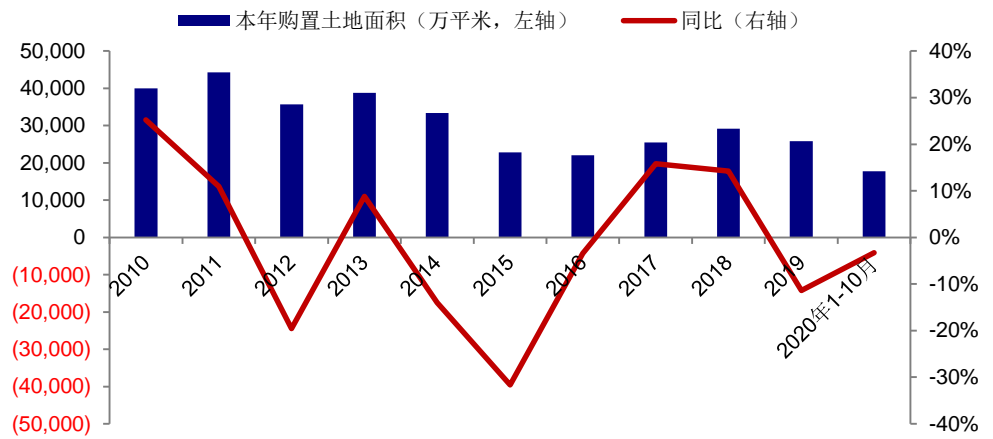


资料来源: 国家统计局、东方证券研究所

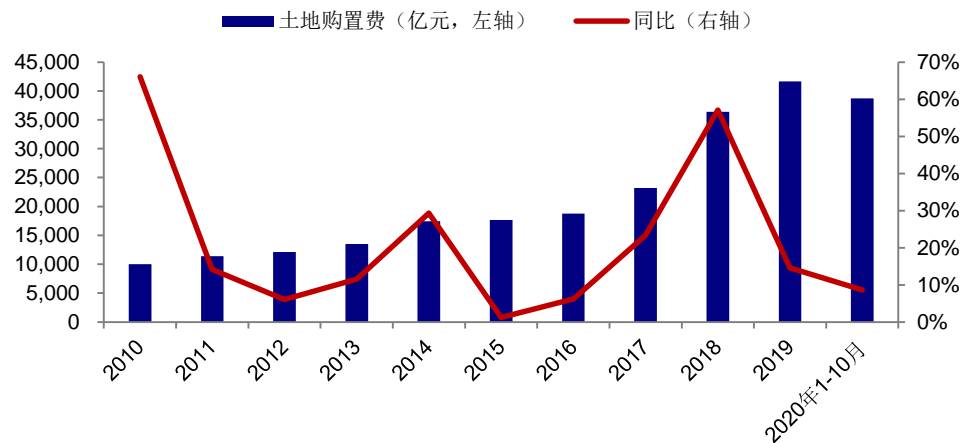
2020 年土地市场整体量缩价升, 呈现结构性上涨。2020 年 1-10 月全国土地购置面积 1.8 亿平方米, 同比下降 3.3%; 但是土地购置费达 3.9 万亿元, 同比增长 8.6%, 延续 2019 年单位面积成交价上升趋势。可以看到, 今年的土地市场的显著特点是量跌价升, 结构性因素是主因。不管是 3 月一二线城市土地市场率先回暖, 还是下半年一二线稳定的土地出让, 使得土地市场结构由往年的三四线主导转向一二线主导, 同时, 由于对后市不确定的预期带动了对于优质地块的争夺, 使得楼板的显著提升。整体来看, 我们预计 2020 年土地的投资回报率与 2019 年大致相当, 而 2019-2020 年土地出让利润率整体高于 2017-2018 年。

重点房企 2020 年投资强度稳中有升。从重点房企的投资情况来看, 2019 年 12 家重点房企的平均投资强度为 34.3%, 而 2020 年 1-10 月则为 36.9%, 较去年稳中有升, 这也体现了房企对于明年相对乐观的态度。

展望明年, 尽管土地价格的刚性依然存在, 但需求的稳定向好对价格上涨和行业利润提升具有促进作用, 而政策又限制了房企高溢价拿地的能力, 预计全年的土地投资回报率稳中有进。

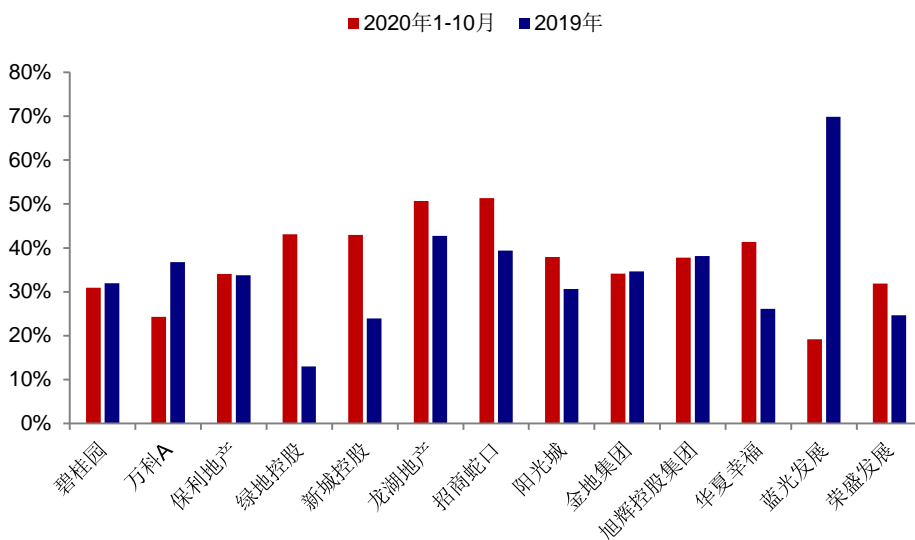
图 21：历年土地购置面积及同比


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 22：历年土地购置费及同比


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 23：重点房企 2019 年和 2020 年投资强度对比

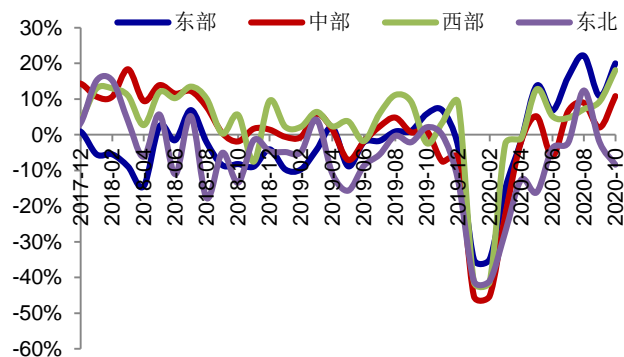


数据来源：Wind，东方证券研究所

2.2 土地市场分化加剧，投资与经济基本面相匹配

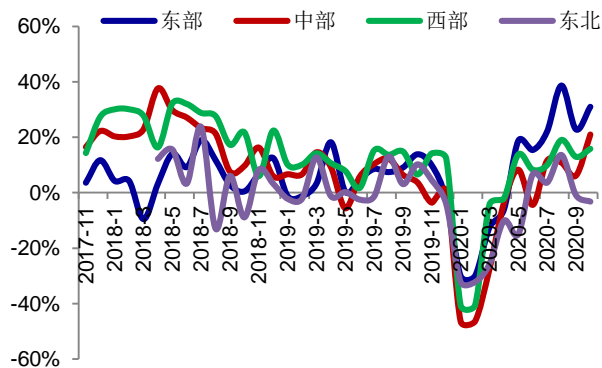
疫情后商品房销售与经济基本面相适应。2020 年，东部经济发达地区商品房销售增速最高，特别是 10 月单月销售面积同比增长 20.0%，销售金额同比增长达 31.0%；与之相反，近年经济疲软的东北地区 10 月销售面积同比下降 8.4%，销售金额同比下降 3.3%。疫情后，经济发达地区复工复产和收入修复进度较好，加之房企把握三季度销售旺季，在重点城市积极推货，整体销售热度较高。而经济发展较弱地区，本身收入约束下住房改善需求下降，叠加疫情冲击，销售出现负增长。对比来看，疫情过后，不同地区楼市表现差距增大，未来经济发达、人口流入地区的需求更加确定，预期其销售重心地位将日益增强。

图 24：各区域商品房销售面积同比增速



数据来源：Wind、东方证券研究所

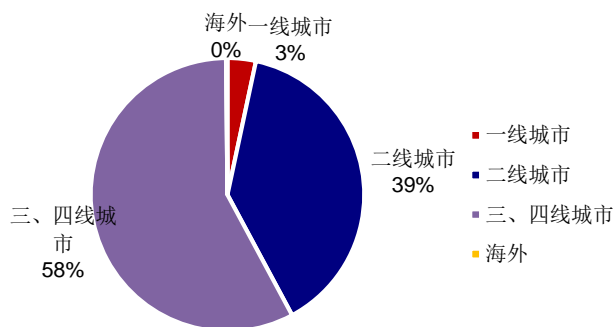
图 25：各区域商品房销售金额同比增速



数据来源：Wind、东方证券研究所

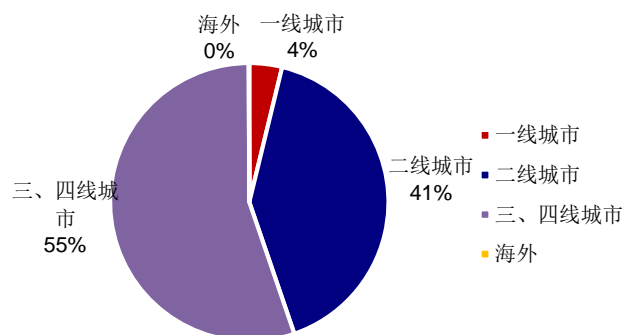
顺应销售变化趋势，房企继续重点布局一二线城市和华东地区。2020 年 1-10 月，重点房企投资项目一线城市占比 4%，二线城市占比 41%，较去年均有所增加。房企受制于资金面，更注重拿地质量和前景的确定性，能级较高、基本面较好的城市对住房的改善需求更加稳定。1-10 月，重点房企投资项目位于长三角的占比 30%，较去年上升 3 个百分点，珠三角、京津冀、成渝城市群则分别占比 9%、8%、5%，较去年略有下降。未来城市群和都市圈格局趋于稳定，区域再出现跨越式增长的可能性不大。我们判断，房企投资将继续向成熟城市群和都市圈倾斜，一二线和三四线土地市场分化将进一步加剧。

图 26：2019 年重点房企城市布局结构



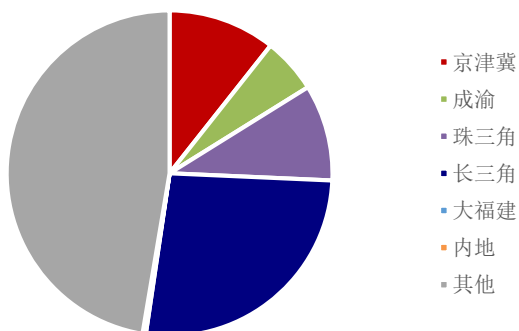
数据来源：Wind、东方证券研究所

图 27：2020 年 1-10 月重点房企城市布局结构



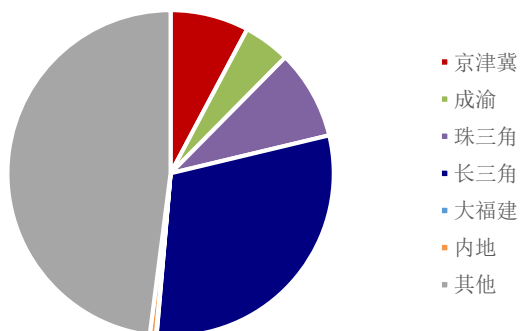
数据来源：Wind、东方证券研究所

图 28：2019 年重点房企区域布局结构



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 29：2020 年 1-10 月重点房企区域布局结构

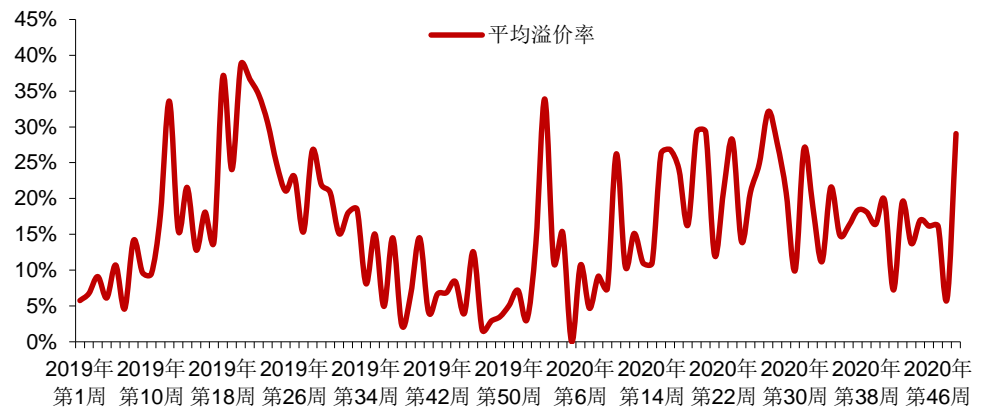


数据来源：Wind、东方证券研究所

土地溢价率延续去年“中间高、两边低”态势，考验房企投资能力。2020 年一季度，疫情导致房企现金流偏紧，土地出让进度暂缓，市场偏冷。二三季度市场回暖，房企竞争优质标的带动溢价率上升，但市场高峰不及去年。四季度政府为完成年度计划加大供应，溢价率再度趋降。全年来看，一四季度仍是房企寻找投资机会的关键时期。但土地供应偏紧，加之不确定性增强，导致仅局部热点城市拿地竞争激烈，龙头房企拿地态度也偏向谨慎。我们预计，明年土地市场的竞争将依然激烈，

在房企投资策略趋同的情况下，我们认为，能规划好现金流、把握拿地时机的房企，将能以较低成本获取优质标的，为未来销售提供保障。

图 30：重点 26 城周度土地成交溢价率走势

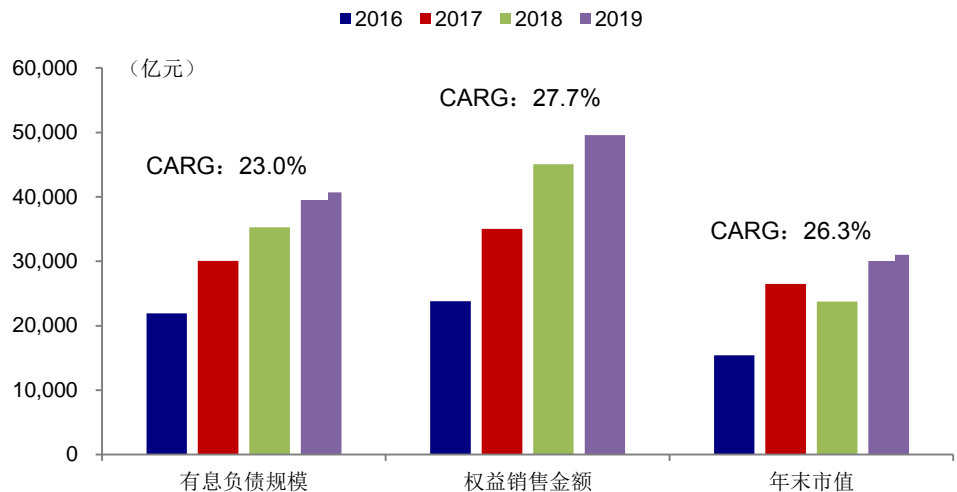


数据来源：好地网、观点地产网，东方证券研究所

备注：26 城市为北京、上海、深圳、广州、杭州、南京、苏州、合肥、天津、厦门、武汉、郑州、宁波、西安、成都、嘉兴、嘉善、昆山、湖州、南通市区、启东、东莞、佛山、惠州、中山、珠海。

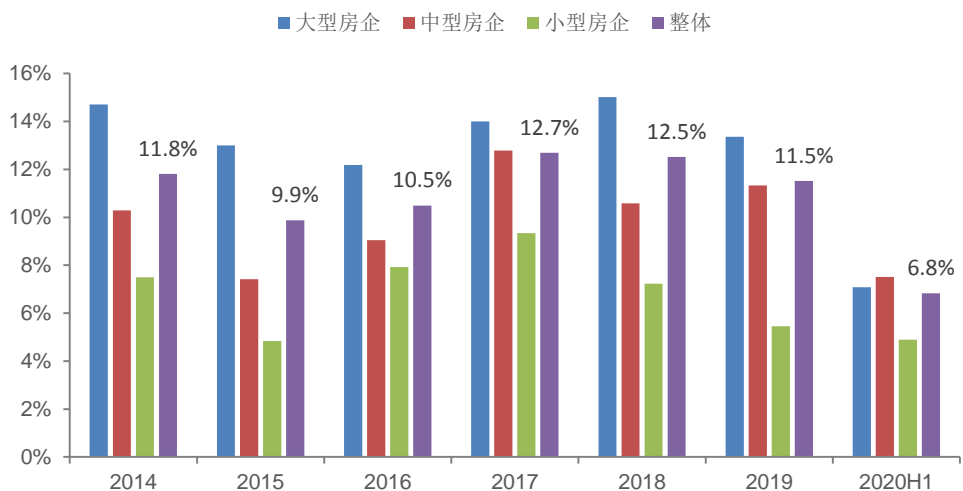
2.3 融资红利消退，管理红利帮助企业穿越周期

三条红线监管下，房企由债务杠杆驱动的增长红利消退。房企传统的增长模式通过大量举债，满足积极拿地开工建设的需求。2019 年，重点房企有息负债规模增长至 4.1 万亿元，近 4 年年复合增长率 23.0%，也为销售扩张提供了充足的动能，2019 年，重点房企共实现权益销售金额 5.0 亿元，4 年年复合增长率 27.7%。高增长红利吸引投资流入，提升市值，近 4 年重点房企市值年复合增长率也达到 26.3%。资产规模扩大、市值提升又进一步增强了房企借债扩张的动力，形成债务杠杆驱动的增长循环。但 2021 年，三条红线监管政策为房企借债能力设置了上限，债务带来的红利不可再持续，迫使房企转向提升经营管理能力。

图 31：过去几年房企业绩主要由债务驱动


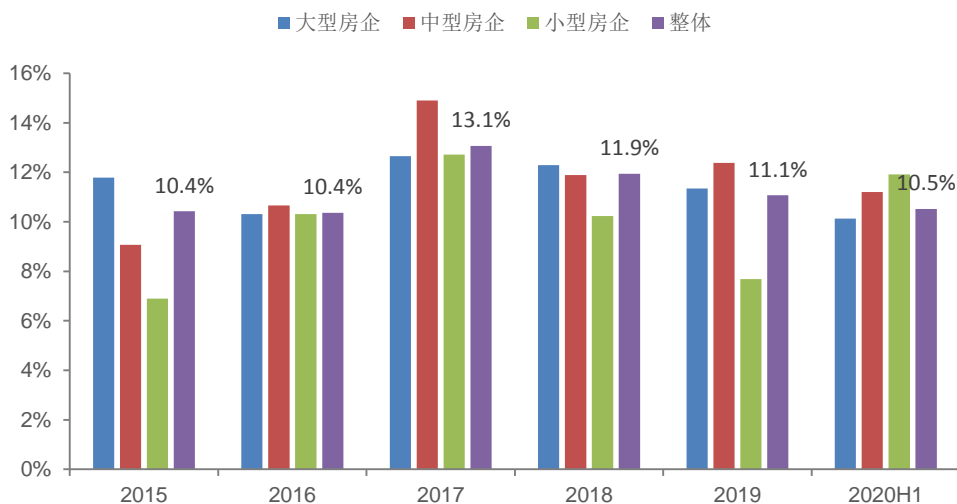
资料来源：Wind、CRIC、东方证券研究所

大型房企营运能力突出，小型房企利润率占优，中型房企当前财务杠杆偏高。2020H1 上市房企整体 ROE 下降至 6.8%，中型房企领先于大、小房企。大型房企 2020H1 周转率为 18.5%，在行业周转率普遍降低趋势下维持高位。大型房企拥有成熟的经营模式，能最大限度缩短开工到交付的周期，实现投资和回款的良性循环。小型房企则可以专注经营小而美的地产项目，实现更高利润率。小型 2020H1 房企销售净利率为 11.9%，由于抗风险能力弱，受疫情扰动短期降幅较大，但仍占据优势。中型房企 2020H1 权益乘数为 4.5，在行业内偏高，主要因为处于规模快速扩张期，对债务融资依赖程度较高。未来房地产政策导向为限制杠杆、降低风险，我们预计，在管理上经验丰富、能力突出的房企将逆势而上、脱颖而出。

图 32：2020H1 上市房企整体 ROE 为 6.8%，其中中型房企 ROE 领先于大、小型房企


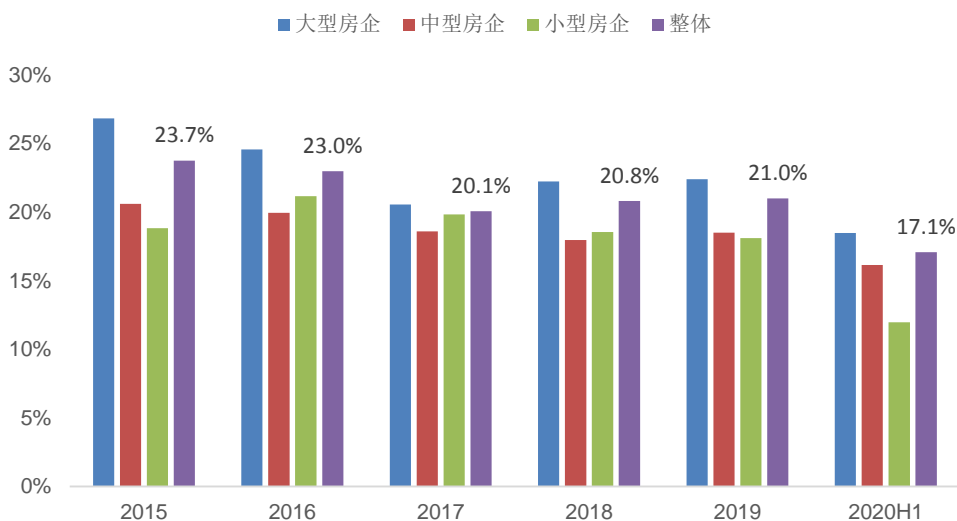
资料来源：Wind、东方证券研究所

图 33：2020H1 上市房企整体销售净利率为 10.5%，其中小型房企净利率高于大、中型房企

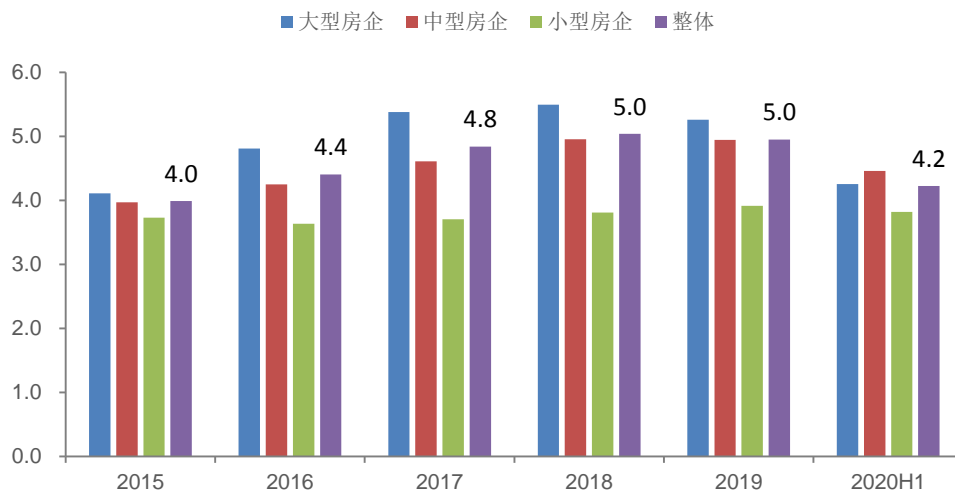


资料来源：Wind、东方证券研究所

图 34：2020H1 上市房企整体周转率为 17.1%（营业收入/总资产），其中大型房企周转率高于中、小型房企



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 35：2020H1 上市房企整体权益乘数为 4.2，其中大、中型房企高于小型房企


资料来源：Wind、东方证券研究所

滨江集团即为典型的“小而美”房企，深耕杭州致力于将项目做优、做精、做强。公司 2020H1 实现营收 103.1 亿元，同比增长 95.7%，实现归母净利润 8.7 亿元，同比增长 40.4%。据克而瑞数据，公司 2020H1 权益销售金额全国排名第 46 位，已从一家小型房企成长至中等规模，但仍坚持深耕杭州、辐射长三角的战略布局。公司在杭州打造了武林壹号、锦绣之城等精品住宅项目，截止 2020 年 6 月，储备 2700 亿元货值中位于杭州的占比达 62.4%。2020H1，公司销售净利率达到 15.2%，年化净资产收益率 10.3%，均高于行业平均水平，荣获中指研究院 2020 年房地产百强企业盈利能力 Top10。公司发挥自身的区域优势、在高端住宅领域的经营优势，实现了快速高质量的业绩增长，是一系列具有独特优势的小型房企成长路径的典型代表。

2.4 指标预测：销售、新开工转负，投资增长，竣工反弹

站在当前回顾 2020 年，今年是房地产行业基本面继续超预期的一年。在上半年经济因疫情停摆，销售大幅回落的情况下，下半年销售突飞猛进，在 2020 年销售面积 17 亿平方米的高基数之下，2020 年 1~10 月销售面积同比已经回正，且单价亦在提升，商品房销售金额同比增长 5.8%。以目前的趋势发展，全年销售面积很可能实现同比持平或者微幅正增长，而在疫情开始之初，市场普遍认为销售面积会出现 5%-10% 的下跌。2020 年销售的超预期，源于全球相对宽松的货币政策以及中国率先从疫情之中恢复的经济动能。我们认为 2021 年，在经济持续复苏中，一二线城市和都市圈的改善需求将持续迸发，而三四线需求可能体现在年初的返乡置业，全年表现前高后低。

综合来看，考虑到 2020 年较高的基数，我们判断 2021 年房地产市场将小幅回落。具体而言我们预测 2020 年房地产行业三大核心指标为：销售面积增长（-2.9%）、新开工面积增长（-1.0%）、房地产开发投资增速（5.3%）。我们同时判断，考虑到新房销售单价的上涨，新房销售金额可能依然正增长，预期为（2.0%），而受竣工周期推动叠加今年疫情带来的低基数影响，明年竣工增速将达到 10% 左右，对下游的产业链亦会有一定的支撑。

表 5：预测 2021 年销售面积、开发投资额、新开工面积同比增速为-2.9%、5.3%、-1.0%

核心指标	历史数据			东方预测	
	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
销售面积	7.7%	1.3%	-0.1%	-0.5%	-2.9%
开发投资额	7.0%	9.5%	9.9%	6.5%	5.3%
新开工面积	7.0%	17.2%	8.5%	-3.7%	-1.0%

资料来源：国家统计局，东方证券研究所

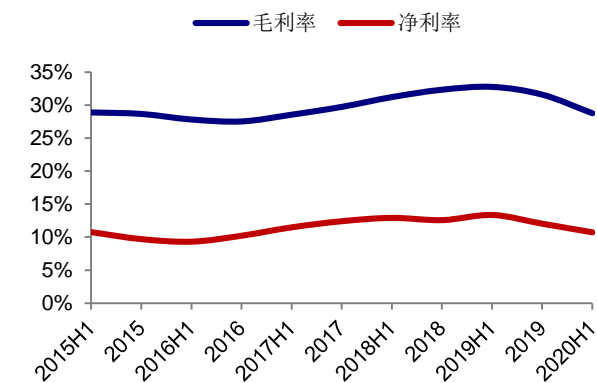
3. 竞争格局改善带来开发龙头配置机会，平台型物管公司崛起

3.1 开发业务：竞争格局改善，估值中枢上移

2017 年以来的房地产调控加码，上一轮牛市产生的大量地王利润压缩，投资回报率持续下降。反映到报表来看，自 2019 年以来，140 家 A+H 房地产企业的利润率持续下降。2020 年上半年 116 家 A 股上市房企整体毛利率为 28.8%，较去年同期下降 4.0 个百分点，净利率为 10.7%，较去年同期下降 2.7 个百分点。24 家港股房企的毛利率为 27.7%，较去年同期降低 3.8 个百分点，净利率为 10.3%，较去年同期降低 2.3 个百分点。目前来看，20-21 年房企结算利润率的下滑是趋势的，这引发了市场对于房企持续盈利能力的担忧。

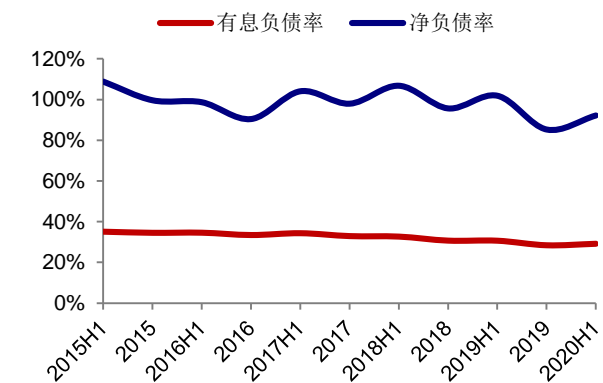
2021 年结算利润率有望触底反弹，房企永续经营能力提升。2019 年以来，土地市场有所降温，房企对于调控放松的预期下降，前面谈到 19-20 年的土地出让整体利润率要高于 17-18 年，对应结算利润率的底部应该在 21 年，但这也意味着利润重新修复的开始，总体而言，房企永续经营能力提升，有利于缓解市场对于房企持续盈利能力的担忧。

图 36：A+H 主要上市公司平均利润率走势



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 37：A+H 主要上市公司平均负债率走势

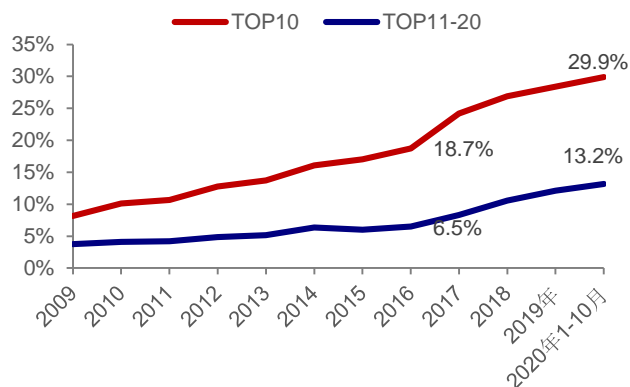


数据来源：Wind、东方证券研究所

“供给侧改革”元年，行业竞争格局改善。回顾过去 10 年行业 TOP10 和 TOP11-20 房企的市占率可以看到，2015 年以前，行业向头部集中的特征非常明显。2016 年之后，虽然两者的市占率提

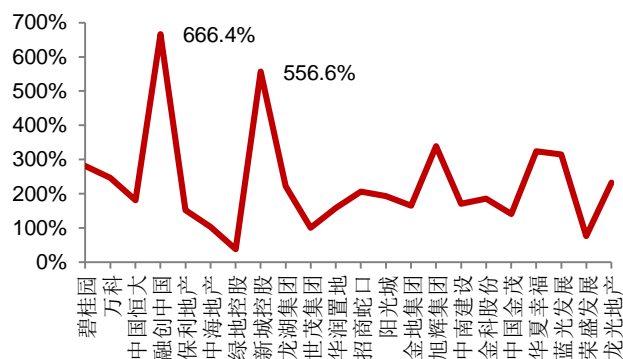
升速度都在加快，但是 TOP11-20 的市场空间在四年间翻倍，成长速度要更快于 TOP10。这样弯道超车的主要来源是负债的持续扩张，可以看到二线龙头在过去几年有息负债增速也要快于一线龙头，甚至有些房企是依靠高负债冲进了前十或者前二十的行列，如果考虑到表外负债，部分房企实际的负债率还要更高，这种对规模的追求也导致了行业利润空间的不断挤压。在实行以“三道红线”为代表的供给侧调控之后，这种无序的竞争行为将会显著减少，资源配置会重新向一线龙头倾斜，行业竞争格局将开始改善。

图 38：2016 年后 TOP11-20 市占率提升加速



数据来源：Wind、东方证券研究所

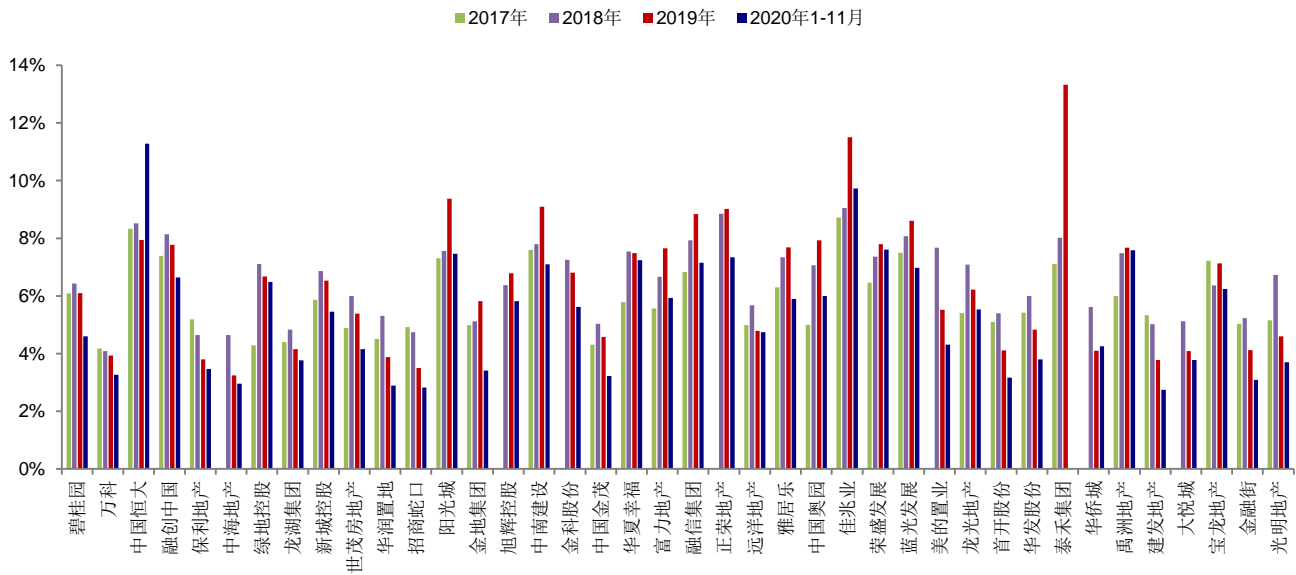
图 39：重点房企 2015-2020 年有息负债增速



数据来源：Wind、东方证券研究所

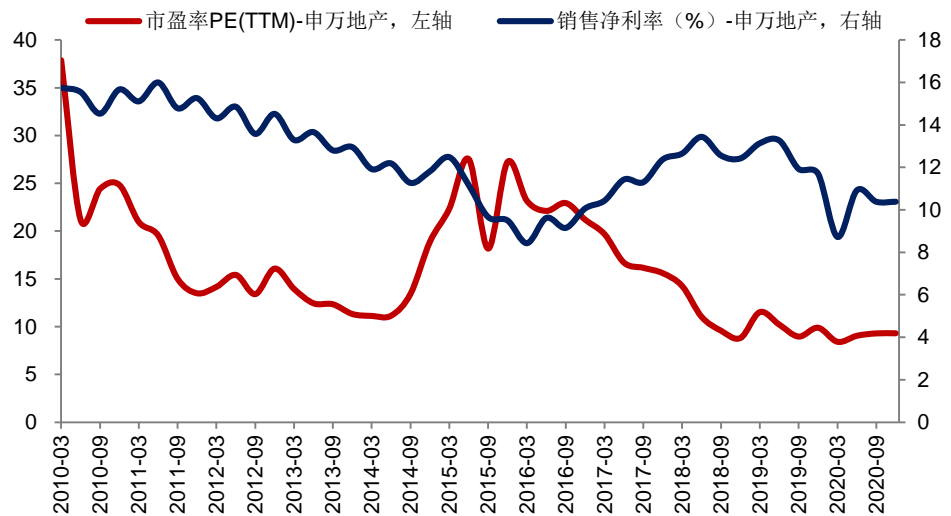
龙头融资成本再降，估值中枢上移。而债券市场已经在为这种确定性定价，可以看到以招保万金为代表的龙头房企今年新增债权融资的利率已经跌破 4%，向无风险收益率进一步靠拢，而部分规模房企的债权融资成本依然停留在 10% 左右。随着行业竞争格局的改善，龙头房企的融资优势会体现得更加明显，打开利润空间。2015 年以来，地产行业的市盈率与结算净利率走势相反，市盈率变化领先于结算净利率。在上一轮中，2016 年销售净利率见底，市盈率却达到高点。随后净利率提升，估值反而下降，这与我们前文所述的地产销售顺周期属性是一致的。按照我们之前的推算，本轮利润率的底部应该在 2021 年体现，因而我们认为在 2021 年地产估值中枢会有一个明显的修复。

图 40：重点房企近年来总债权融资加权利率



数据来源：Wind，CRIC，东方证券研究所

图 41：市盈率与结算净利率走势相反，市盈率提升领先于结算净利率



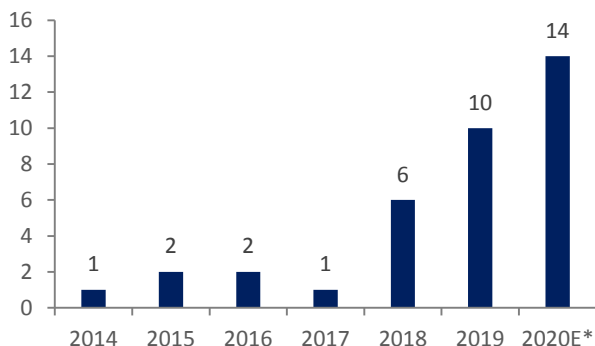
资料来源：Wind、东方证券研究所

3.2 物管：跑马圈地结束，关注平台型公司的增长潜力

回顾 2020 年物管行业的发展，从上半年的高歌猛进气势如虹，到 2020 年下半年我们迎来了物业公司的上市潮。据统计 2020 年已有 14 家物管公司上市，还有 6 家物管公司已经递交招股说明书，

受上市潮影响，下半年，整个物业板块都经历一定程度的回调，跑马圈地结束，行业的发展受到一定质疑。

图 42：历年物管公司上市数量



备注：*除 14 家新上市公司外，还有 6 家交表公司

数据来源：Wind、东方证券研究所

图 43：上市物管公司估值走势



数据来源：Wind、东方证券研究所

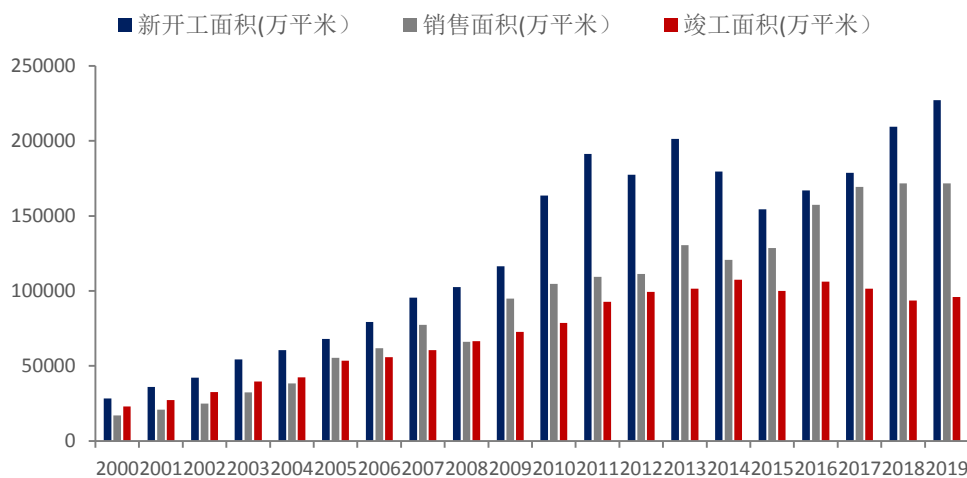
表 6：待上市物企列表和进度

公司名称	挂牌交易所	关联开发商	递交招股书时间
特发服务	深圳	特发集团	2019/6/28
宋都服务	香港	宋都股份	2020/1/24
荣万家	香港	荣盛发展	2020/6/24
佳源服务	香港	佳源国际	2020/6/26
远洋服务	香港	远洋集团	2020/9/7
建发物业	香港	建发股份	2020/9/30

资料来源：Wind、东方证券研究所

随着标的的增加，未来估值分化不可避免。2015 年以来竣工与新开工、销售数据背离，据我们在 2020 年 1 月 8 日发布的深度报告《竣工周期拉长难挡竣工复苏大趋势》一文中指出，从 2019 年开始行业将进入竣工大周期，2019-2022 年潜在的商品房年平均竣工面积可达 14 亿平米。行业景气度持续提升，未来几年规模仍然会维持一个较快的增长。竣工大周期带来对物业的高成长预期，高成长性带来高关注度，这是 2019 年到 2020 年上半年市场予以物业公司高估值的原因。但随着市场标的物的增加，以及物业公司在发展方向上的趋同，市场对于物业公司同质竞争、未来盈利能力下降的担忧，压制了板块的估值，然而，具有品牌优势以及执行差异化竞争策略的优质标的仍有走出独立行情的潜力。

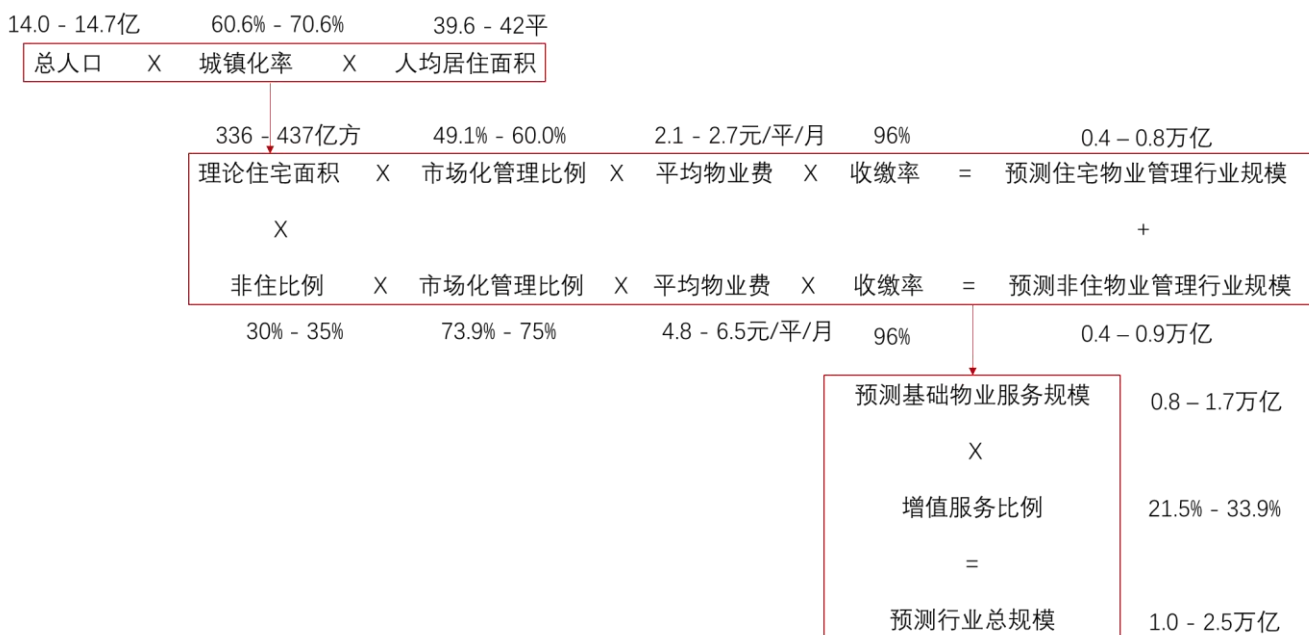
图 44：2015 年以来竣工与新开工、销售数据背离，竣工大周期带来对物业的高预期



数据来源：Wind、东方证券研究所

物业是万亿级别赛道，未来还有翻倍空间。2019 年行业规模预计已经超过万亿（含增值服务）。根据我们测算，到 2030 年，物管行业管理面积将达到约 369 亿平米，基础物管物业市场规模达 1.7 万亿，行业总规模(基础服务+增值服务)约 2.5 万亿。物业行业仍具有广阔的成长空间，这是我们长期看好物业行业发展的基础。

图 45：2019 年，物业市场规模破万亿，至 2030 年行业总规模约 2.5 万亿



数据来源：中指院、统计局、东方证券研究所

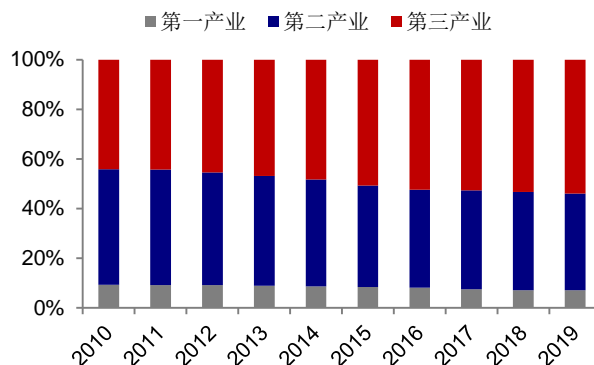
伴随产业升级和消费升级的大趋势，非住物业和增值服务的空间还在打开。在诸多经济发展的趋势中，消费升级和产业升级是我们不可忽略的两个时代特征。我们把当前物业公司发展的两个主要战略分别归纳为大资管和大运营。所谓大运营路径是指物业公司跳出项目的维度，把业态延伸到各个业态的服务甚至城市服务层面，对应了产业升级的趋势，而大资管路径是把围墙内的服务做到极致，是消费升级的一种体现。

图 46：近十年消费占 GDP 的比重不断提升



数据来源：Wind、东方证券研究所

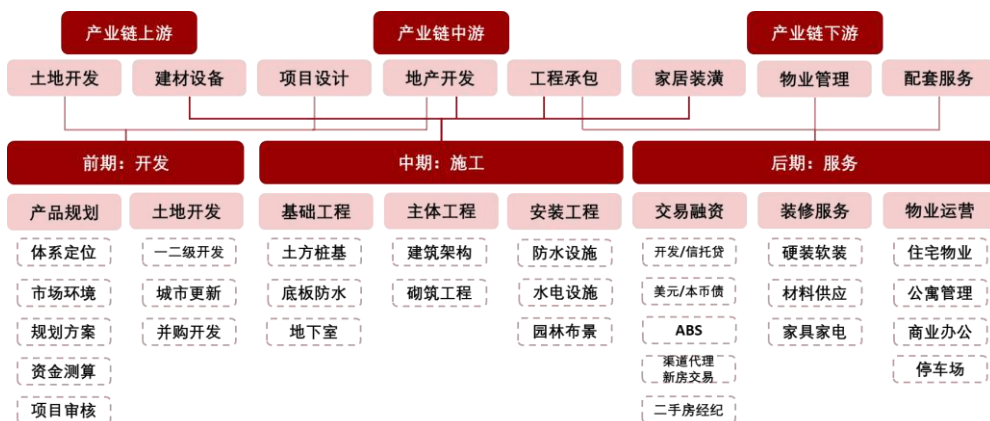
图 47：中国三产比重不断提升



数据来源：Wind、东方证券研究所

但我们重申，物业公司发展至今，已经具有相对清晰的估值锚。我们在 7 月 28 日发布的深度报告《消费属性重塑物管行业中长期维度估值体系》一文中写到，由于物管长期作为地产行业的子行业甚至附属产物，物管公司和母公司直接的种种羁绊，使得我们并不能直观地判断物管公司的质地。因而，我们认为单一的规模指标或者增速指标都不足以完全解释物管公司的成长与分化。从一些典型消费公司的估值可以看到，即便是增长不快的情况下，消费公司的估值中枢水平普遍在 30-40 倍。消费品的客户粘性越大，市场定价权越大，那么消费公司的估值相对更高。由于物管行业具有消费属性，中长期来看，物业的估值锚是比较清晰的。

地产产业链的特点是行业规模大、细分领域多、产业链条长，具有诞生平台型公司的土壤。地产行业体量大，这意味具有一定的规模效应，同时细分领域多，专业化的程度高。此外，地产产业链上下游的连结紧密，这意味容易诞生平台型的公司，特别是在下游的服务领域，在国际国内，在产业链下游的服务行业中都出现了平台型公司，比如世邦魏理仕、贝壳等。

图 48：地产产业链：行业规模大、细分领域多、产业链条长，具有诞生平台型公司的土壤


数据来源：东方证券研究所

在中国特色的生态下，物管领域终将诞生平台型巨头。事实上，在欧美国家，一样存在类似的公共服务主体，只不过由于体制原因，这类公共服务主体并非以盈利性的公司存在，而是以社会团体存在。比如在美国大城市广泛存在的商业改进区 BID（Business Improvement Districts）就是由当地居民、商业业主监督和资助的，提供社区级别公共服务的公共组织。仅在纽约市，就存在 76 个商业改进区，服务 93000 名业主，商业改进区提供的服务包括：街道清洁、公共安全、活动和宣传、资本投入、美化等等，以促进商业街区的发展。这说明，城市公共服务的需求是广泛存在的，而且中国以封闭式社区、开放式街道为主的工作居住方式，以及不动产非私有化的特殊生态，非常适合物管公司介入城市服务，未来必然会诞生以企业为经营主体的公共服务龙头。

4. 投资建议

展望 2021 年，在经济持续复苏的底色下，我们认为房地产行业将继续平稳运行。与过去几年不同的是，在供给侧和需求侧政策的双重调控下，行业竞争格局有望改善，基本面继续夯实。我们重点关注房企利润率的变化，我们认为房企的利润率会在 2021 年筑底反弹，也将大大缓解市场对于房企永续经营能力的质疑，进一步完成估值体系的修复。而在当前政策导向下，低负债强运营的风头房企，则具备穿越周期的成长能力。我们看好业绩稳健的一线龙头，推荐万科 A、保利地产；与业绩具有弹性的二线龙头，推荐金地集团、旭辉控股集团、中南建设。

物业行业具有广阔的成长空间和清晰的估值锚，在中国特色的生态下，物管领域也终将诞生平台型巨头。我们认为，大运营路线的物业公司上限更高，大资管路线的物业公司需要关注品牌优势。对于有可能成长为平台型公司的物管公司和已经形成品牌护城河或者注重打造品牌的物管公司，可以给到更高的估值。重点推荐大运营路线：碧桂园服务、保利物业、新大正、招商积余；大资管路线：永升生活服务、金科服务，建议关注绿城服务。

风险提示

销售大幅低于预期。由于新冠肺炎疫情影响，销售增长可能不达预期，从而影响开发商的周转能力和盈利能力。

通胀上行使得行业利润率超预期下行。经济触底回升叠加相对宽松的货币政策可能带来通货膨胀，导致上游原材料价格上涨，然而终端售价依然受到调控限制，可能影响企业销售利润。

融资政策进一步收紧影响房企资金周转。三道红线的出台已经开始制约房企融资，如果 2021 年融资政策进一步收紧或者指标约束超预期严格，可能导致部分企业资金周转恶化，影响行业稳定。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn